



持有

6% ↑

目标价格: 人民币 13.00

原评级: 买入

600616.SS

价格: 人民币 12.26

目标价格基础: 31 倍 2013 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 石库门壹号在市场投入有限的情况下, 达到预期目标
- 产品结构继续调整, 量减价增
- 外埠市场实际销售收入增速高于本地市场收入增速

我们的观点有何不同?

- 年内资产注入仍可期

主要催化剂/事件

- 大股东酒业布局的新突破
- 未来资产注入的启动

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	34	16	33	(5)
相对新华富时 A50 指数	25	21	25	12

发行股数(百万)	438.67
流通股(%)	33.77
流通股市值(人民币 百万)	5,378
3 个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
上海糖酒集团	33.77

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8510

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

苏斌为本报告重要贡献者

金枫酒业

黄酒于外围点状突破, 泛酒业平台值得期待

金枫酒业公布 2011 年报, 公司 2011 年度实现销售收入 10.42 亿元, 较 2010 年(调整后)增长 4.63%; 实现营业利润 1.71 亿元, 同比下降 11.37%; 实现利润总额 1.86 亿元, 同比下降 2.50%; 实现归属上市公司股东净利润 1.41 亿元, 同比增长 5.90%。每股收益 0.32 元, 基本符合预期。我们维持目标价不变, 但下调评级至持有。

支撑评级的要点

- 在市场投入没有较大幅度加大的情况下, 石库门壹号推出第一年实现 800 多吨的销售量, 超过公司预期目标, 显示出公司高端新品的市场接受度较高。
- 低端销量收缩, 量减价增, 销售吨价上涨约 14%。
- 外埠市场实际增速仍快于上海本地市场收入增速, 点状市场突破, 尤其是福建、深圳等地收入增速很快, 临近的江苏市场由于竞争较为激烈, 收入增速较慢。
- 虽然销售结构继续向中高端倾斜, 销售成本上涨仍导致毛利率同比有所下降。

评级面临的主要风险

- 本地市场面临浙派黄酒更加激烈的竞争, 导致收入增长停滞。

估值

- 不考虑资产注入, 我们下调 2012-13 年每股收益预测至 0.36 元和 0.42 元, 基于 31 倍 2013 年市盈率, 维持目标价 13.00 元不变, 但下调评级至持有。鉴于大股东对公司确定的泛酒业平台定位和可期的资产注入动作, 仍建议投资者积极关注。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	978	1,042	1,156	1,307	1,438
变动(%)	3.5	6.6	10.9	13.0	10.0
净利润(人民币 百万)	131	141	159	186	209
全面摊薄每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.36	0.42	0.48
变动(%)	(9.9)	7.3	12.8	16.8	12.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.30	0.32	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.48	0.56	-
调整幅度(%)	-	-	(24.5)	(24.4)	-
核心每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.36	0.42	0.48
变动(%)	(9.9)	7.3	12.8	16.8	12.2
全面摊薄市盈率(倍)	40.9	38.2	33.8	28.9	25.8
核心市盈率(倍)	40.9	38.2	33.8	28.9	25.8
每股现金流量(人民币)	0.39	0.27	0.48	0.40	0.46
价格/每股现金流量(倍)	31.8	45.5	25.8	31.0	26.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	23.0	21.1	17.9	15.7
每股股息(人民币)	0.15	0.10	0.11	0.13	0.14
股息率(%)	1.22	0.82	0.89	1.04	1.16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

年报综述

金枫酒业公布 2011 年报，公司 2011 年度实现销售收入 10.42 亿元，较 2010 年（调整后）增长 4.63%；实现营业利润 1.71 亿元，同比下降 11.37%；实现利润总额 1.86 亿元，同比下降 2.50%；实现归属上市公司股东净利润 1.41 亿元，同比增长 5.90%。每股收益 0.32 元，基本符合预期。

量减价增，结构调整明显，石库门壹号销量超公司原定预期

延续上半年的情况，全年继续量减价增，主要是公司收缩低档酒产销量所致。

我们测算，1-12 月份，黄酒销量大约在 9.3-9.5 万吨之间，较上年下降 7.5% 左右。

中高档酒销量增速总体平缓，其中，金色年华系列增速较快，属于明星产品；2011 年初推出的石库门一号取得不错成绩，2011 年销量大约 800-900 吨，超出公司原定预期 200 多吨。我们认为，石库门壹号作为重点利润贡献产品石库门黑红标系列的升级创新产品，在有限市场和广告投入下取得不错的成绩，显示出金枫旗下石库门品牌在上海市场的较高接受度，2012 年该产品销量有望再上台阶。

由于低档酒收缩，销售吨价明显提升，约达到 10.4 万/吨，升幅约 14%。

市外市场增速较快，点状突破

2011 年上海市本地市场收入增速 5.45%，剔除隆樽酒业的销售额，市外市场的黄酒销售收入增速快于本地市场收入增速，约为 8%。

2011 年，市外市场取得点状突破，尤其是福建和深圳两地收入增速很快，上海临近的江苏市场收入增速较慢，而江苏市场是市外占比最高市场，导致外埠整体收入增速不到两位数。

毛利率同比微降，费用率上升

虽然公司收入增长由结构调整和价格因素支撑，但期间由于折旧分摊、原材料成本、人工成本上涨，毛利率同比微降。

黄酒业务全年平均毛利率 54.74%，较上半年 55.72% 有所下降，较上年同期同比减少 1.55 个百分点。

期间销售费用率 19.2%，同比上升 0.87 个百分点，管理费用率 15.7%，同比上升 0.51 个百分点。

期间销售费用增长 11.29%，绝对增速不快，但快于收入增速。其中占比最高的业务经营费用增速 12.00%；工资薪酬增长较快，达 18.42%。“其他费用”增长接近 100%。虽然石库门壹号取得了不错的成绩，但市场投入并没有显著加大，因此，我们认为，公司产品结构的升级比较顺利，新产品的市场接受度较高。

期间管理费用同比增长 11.27%。占比最高的职工薪酬同比有所下降，折旧和摊销同比增长 69.90%，修理费、水电费、办公费用以及其他项增幅较大。

图表 1.销售费用分解

项目	2011 年(元)	2010 年(元)	同比增长(%)	2011 年占比(%)	2010 年占比(%)
业务经营费用	137,262,704.73	122,550,645.70	12.00	68.52	68.08
工资薪酬相关费用	31,991,088.90	27,014,330.80	18.42	15.97	15.01
运杂费	20,270,427.17	17,795,261.64	13.91	10.12	9.89
办公费用	3,219,710.30	3,554,149.43	(9.41)	1.61	1.97
差旅费	3,191,662.02	2,875,197.80	11.01	1.59	1.60
租赁费	1,547,394.00	1,252,000.00	23.59	0.77	0.70
折旧费	334,674.23	577,425.13	(42.04)	0.17	0.32
修理费	202,015.42	171,940.94	17.49	0.10	0.10
其他	2,300,929.60	4,209,765.77	(45.34)	1.15	2.34
合计	200,320,606.37	180,000,717.21	11.29	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2.管理费用分解

项目	2011 年(元)	2010 年(元)	同比增长(%)	2011 年占比(%)	2010 年占比(%)
职工相关费用	82,320,454.41	86,653,058.60	(5.00)	50.34	56.40
仓储相关费用	17,880,221.29	16,712,421.99	6.99	10.93	10.88
折旧及摊销	16,241,954.06	11,143,403.06	45.75	9.93	7.25
修理费	7,357,327.82	3,289,417.49	123.67	4.50	2.14
污水处理费	6,126,934.28	5,898,006.29	3.88	3.75	3.84
办公费用	5,400,602.25	4,193,133.52	28.80	3.30	2.73
租赁费	5,230,607.20	6,694,699.60	(21.87)	3.20	4.36
费用性税金	3,631,069.02	3,905,335.38	(7.02)	2.22	2.54
差旅费	3,176,938.35	2,936,342.35	8.19	1.94	1.91
水电费	3,020,472.03	2,299,225.24	31.37	1.85	1.50
咨询及中介费	2,465,545.13	3,980,450.00	(38.06)	1.51	2.59
其他	10,672,298.91	5,935,943.64	79.79	6.53	3.86
合计	163,524,424.75	153,641,437.16	6.43	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

近期仍聚焦黄酒，未来资产注入可期

近期上市公司仍以聚焦黄酒经营为主。其他酒种的布局 and 经营主要由集团进行。上海烟糖集团多酒种布局战略清晰，对于上市公司泛酒业经营平台的定位也很清晰，公司于集团体系内的战略地位突出，这从大股东的持续增持当中也可得到印证。

集团扩张主要方向是白酒和红酒，2010 年以来明显加大了对外并购力度，已经获得传统八大名酒之一全兴大曲的控股权（67%），2011 年，集团于红酒板块的布局进度低于预期，2012 年仍期望有所突破，因为集团在酒业方面的任何斩获，未来均可能注入上市公司。

2012 年 3 月中旬，全兴酒业新产品上市，分“井藏”和“青花瓷”两大系列，定位中高端。凭借集团对酒类营销分销的理解，借助专业外脑的智力支持，体系内外渠道资源的匹配，全兴酒业有可能实现低基数高增长。如果该项处于高景气行业的白酒资产最终注入上市公司，金枫酒业很可能迎来投资价值重估机会。

我们于 2011 年 8 月份曾预计，全兴酒业最早可能于 2012 年上半年注入上市公司，是基于 1 年半左右整合培育期的判断，目前来看，全兴酒业的全新产品刚刚上市，销售扩张还在起步期，资产整合的进程仍有一定不确定性。

维持目标价，下调评级

不考虑资产注入的情况下，我们调整2012-13年盈利预测，12-14年每股收益预计分别为0.36元、0.42元、0.48元，维持目标价13.00元，下调评级至**持有**。我们将密切关注集团在酒业方面的相关动作，以及公司未来可能的资本运作。鉴于集团对公司坚定的信心和有力的支持，以及可期的资产注入，仍建议投资者积极关注。

图表3.公司利润表分析

(人民币，百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
一、营业总收入	978.05	1,042.41	6.58
营业收入	978.05	1,042.41	6.58
二、营业总成本	789.78	872.95	10.53
营业成本	427.41	471.80	10.39
营业税金及附加	35.37	37.85	7.01
销售费用	179.44	200.32	11.64
管理费用	148.44	163.52	10.16
财务费用	(0.89)	(1.07)	20.19
资产减值损失	(0.00)	0.52	
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	1.41	1.20	(14.33)
汇兑净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	189.68	170.67	(10.02)
加：营业外收入	9.04	15.34	69.69
减：营业外支出	11.00	0.16	(98.53)
五、利润总额	187.71	185.85	(0.99)
减：所得税	56.33	44.88	(20.33)
	0.00	0.00	
六、净利润	131.39	140.97	7.30
减：少数股东损益	0.00	0.01	
归属于母公司所有者的净利润	131.39	140.97	7.29
七、每股收益(人民币，元)	0.30	0.32	
盈利能力(%)			
毛利率	56.3	54.7	
经营利润率	19.4	16.4	
税前利润率	19.2	17.8	
净利率	13.4	13.5	

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	978	1,042	1,156	1,307	1,438
销售成本	(427)	(472)	(516)	(574)	(626)
经营费用	(362)	(401)	(439)	(495)	(544)
息税折旧前利润	230	223	237	275	307
折旧及摊销	(41)	(53)	(36)	(37)	(39)
经营利润(息税前利润)	189	170	201	238	267
净利息收入/(费用)	1	1	2	3	3
其他收益/(损失)	(2)	15	6	4	4
税前利润	188	186	209	244	274
所得税	(56)	(45)	(50)	(59)	(66)
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	131	141	159	186	209
核心净利润	131	141	159	186	209
每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.36	0.42	0.48
核心每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.36	0.42	0.48
每股股息(人民币)	0.15	0.10	0.11	0.13	0.14
收入增长(%)	3.55	6.58	10.92	13.03	10.00
息税前利润增长(%)	8.25	(10.16)	18.74	18.16	12.41
息税折旧前利润增长(%)	4.62	(3.13)	6.40	16.16	11.42
每股收益增长(%)	(9.86)	7.29	12.81	16.83	12.23
核心每股收益增长(%)	(9.86)	7.29	12.81	16.83	12.23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	188	186	209	244	274
折旧与摊销	41	53	36	37	39
净利息费用	0	0	(2)	(3)	(3)
运营资本变动	80	106	182	177	188
税金	(56)	(45)	(50)	(59)	(66)
其他经营现金流	(83)	(182)	(166)	(224)	(231)
经营活动产生的现金流	169	118	209	174	202
购买固定资产净值	(127)	(42)	(40)	(40)	(40)
投资减少/增加	3	4	0	0	0
其他投资现金流	0	(24)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(124)	(62)	(40)	(40)	(40)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	2	2	2
支付股息	(66)	(44)	(48)	(56)	(63)
其他融资现金流	66	(22)	2	3	3
融资活动产生的现金流	0	(66)	(44)	(51)	(58)
现金变动	52	(10)	125	82	104
期初现金	210	262	252	377	460
公司自由现金流	45	57	169	134	162
权益自由现金流	46	58	173	138	167

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	262	252	377	460	564
应收帐款	53	92	92	105	115
库存	482	554	604	672	732
其他流动资产	17	22	30	44	57
流动资产总计	814	921	1,103	1,280	1,468
固定资产	507	478	469	475	469
无形资产	42	41	40	38	37
其他长期资产	32	32	46	43	50
长期资产总计	580	551	554	556	557
总资产	1,395	1,471	1,657	1,837	2,024
应付帐款	210	189	186	195	200
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	80	92	169	207	241
流动负债总计	289	282	354	402	442
长期借款	0	0	2	4	6
其他长期负债	0	6	6	6	6
股本	439	439	439	439	439
储备	667	737	848	978	1,124
股东权益	1,105	1,175	1,287	1,417	1,563
少数股东权益	0	8	8	8	8
总负债及权益	1,395	1,471	1,657	1,837	2,024
每股帐面价值(人民币)	2.52	2.68	2.93	3.23	3.56
每股有形资产(人民币)	2.42	2.59	2.84	3.14	3.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(0.58)	(0.86)	(1.04)	(1.27)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.50	21.36	20.49	21.06	21.33
息税前利润率(%)	19.30	16.27	17.42	18.21	18.61
税前利润率(%)	19.19	17.83	18.10	18.71	19.09
净利率(%)	13.43	13.52	13.75	14.22	14.50
流动性					
流动比率(倍)	2.82	3.27	3.11	3.19	3.32
利息覆盖率(倍)	(211.7)	(158.3)	(107.2)	(94.5)	(93.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.15	1.30	1.41	1.51	1.67
估值					
市盈率(倍)	40.9	38.2	33.8	28.9	25.8
核心业务市盈率(倍)	40.9	38.2	33.8	28.9	25.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	43.4	40.5	35.9	30.7	27.4
市净率(倍)	4.9	4.5	4.2	3.8	3.4
价格/现金流(倍)	31.8	45.5	25.8	31.0	26.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	23.0	21.1	17.9	15.7
周转率					
存货周转天数	180.0	194.0	190.5	187.6	185.9
应收帐款周转天数	19.7	31.7	29.2	29.2	29.2
应付帐款周转天数	179.0	146.6	131.4	124.1	116.8
回报率					
股息支付率(%)	50.08	31.12	30.00	30.00	30.00
净资产收益率(%)	11.89	11.91	12.28	13.04	13.28
资产收益率(%)	9.42	9.58	9.60	10.12	10.30
已运用资本收益率(%)	12.81	10.75	11.65	12.49	12.72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371